

International : Climats hostiles

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

La croissance mondiale en 2024 fut de nouveau marquée par le dynamisme de l'économie américaine. Inversement, malgré le recul des prix de l'énergie, la croissance est restée atone dans la zone euro, en particulier en Allemagne, même si d'autres pays comme l'Espagne ont maintenu une dynamique plus favorable. L'inflation a poursuivi sa baisse, ce qui a conduit les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire puis à baisser légèrement leurs taux directeurs.

La perspective des hausses des droits de douane devrait freiner la désinflation et même accroître l'inflation aux États-Unis. Il en résulterait un ralentissement du commerce mondial tandis que les ménages verront leur pouvoir d'achat amputé par cette taxe supplémentaire sur les importations. La croissance mondiale sera donc freinée, d'autant plus que les pays sont dépendants du marché américain pour leurs exportations. Dans ces conditions, les banques centrales devront de nouveau arbitrer entre leur objectif de stabilité des prix et la croissance. À court terme, la multiplication des annonces de hausses de droits de douane accroît fortement l'incertitude.

La croissance mondiale sera plus faible en 2025 et 2026 mais résisterait grâce au soutien de la politique monétaire. Par ailleurs, le soutien budgétaire sera moindre qu'anticipé aux États-Unis du fait des coupes annoncées sur les dépenses publiques. En Europe, la poursuite de la guerre en Ukraine et des tensions avec la Russie conduiront à des hausses des dépenses militaires. L'orientation de la politique budgétaire sera moins restrictive et même expansionniste en Allemagne, qui s'engage dans un plan de relance.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale et européenne menée par le Département analyse et prévision au printemps 2025. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Elliot Aurissergues, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Ombeline Jullien de Pommerol, Christine Riffart, Benoît Williatte. Cette prévision est réalisée sur la base d'informations connues jusqu'au 4 avril 2025.

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

7. Synthèse : climats hostiles 53

7.1 Fin de la crise énergétique 53

7.2 Donald Trump met l'économie mondiale sous tension 56

7.3 La roulette russe 58

8. Emploi : l'heure des corrections 63

8.1 Le ralentissement des marchés du travail se poursuit 63

8.2 En 2024, des trajectoires de croissance et de productivité
contrastées 64

8.3 Les cycles de productivité se referment en Europe et aux États-Unis . 65

9. Une baisse de l'inflation en demi-teinte ? 67

9.1 Après la crise énergétique 67

9.2 La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation
à sa cible ? 72

10. Nouveau dilemme pour les banques centrales 73

11. Politiques budgétaires 77

11.1 Après la crise énergétique 77

11.2 Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation
budgétaire 78

12. Trade Wars : l'empire contre-attaque 85

12.1 Scénario 85

12.2 Un impact économique limité sous nos hypothèses 87

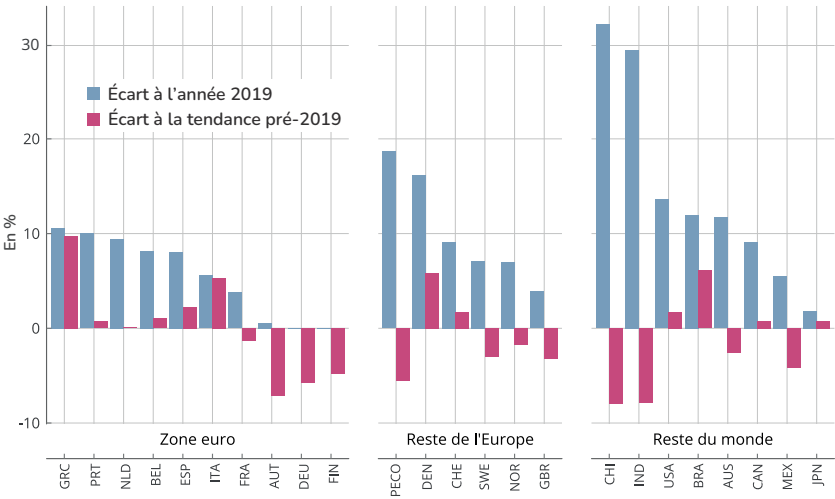
12.3 Des risques majeurs 90

7. Synthèse : climats hostiles

7.1. Fin de la crise énergétique

Malgré l'accalmie sur les prix de l'énergie, l'activité économique mondiale a légèrement ralenti en 2024, progressant de 3,2 % après 3,5 % l'année précédente. La conjoncture internationale fut de nouveau caractérisée par le dynamisme de la croissance des États-Unis (2,8 % en 2024) et la faiblesse de l'activité dans la zone euro (tableau 7.1). Le PIB de l'Allemagne s'est contracté pour la deuxième année consécutive et ne dépasse toujours pas le niveau moyen observé en 2019 (graphique 7.1). En France, la croissance s'est maintenue à 1,1 % en 2024 dans un contexte marqué par une instabilité politique inhabituelle. En Italie, l'activité marque le pas depuis l'été, ramenant la croissance annuelle à 0,5 % contre 0,8 % en 2023. Inversement, la croissance espagnole n'a pas fléchi en 2024 (3,2 %) par rapport à 2023. Ainsi, parmi les quatre principaux pays de la zone, c'est en Espagne que le niveau de PIB a le plus progressé par rapport à 2019. Néanmoins, si on compare le niveau d'activité à celui résultant d'une trajectoire où le PIB aurait progressé au même rythme que la tendance pré-Covid, c'est en Italie que la situation a été la plus favorable avec un PIB supérieur de 5,3 points à ce niveau contrefactuel (graphique 7.1). Inversement, l'Allemagne accuserait un retard de près de 6 points de PIB. Hors zone euro, l'activité a plutôt eu tendance à accélérer en Europe en 2024, notamment au Royaume-Uni, avec une croissance de 1,1 % contre 0,4 % en 2023, et dans les pays d'Europe centrale et orientale, tirés par la Pologne et le retour d'une croissance positive en Hongrie. Au Japon, l'activité a stagné en 2024, principalement en raison d'un mauvais premier trimestre. Enfin, après la forte accélération de l'activité dans les pays émergents en 2023 – soutenue notamment par les pays d'Asie – un ralentissement s'est opéré en 2024. La croissance est passée en moyenne de 4,6 à 4,2 % entre les deux années. Elle a continué de baisser en Amérique latine à 2 % et s'est infléchie en Asie à 5 %, Chine comprise. En Russie et en dépit de la guerre, la croissance a augmenté à 4,1 % après 3,6 % en 2023.

Graphique 7.1. Niveaux de PIB au quatrième trimestre 2024



OCDE, Comptes nationaux, calculs OFCE.

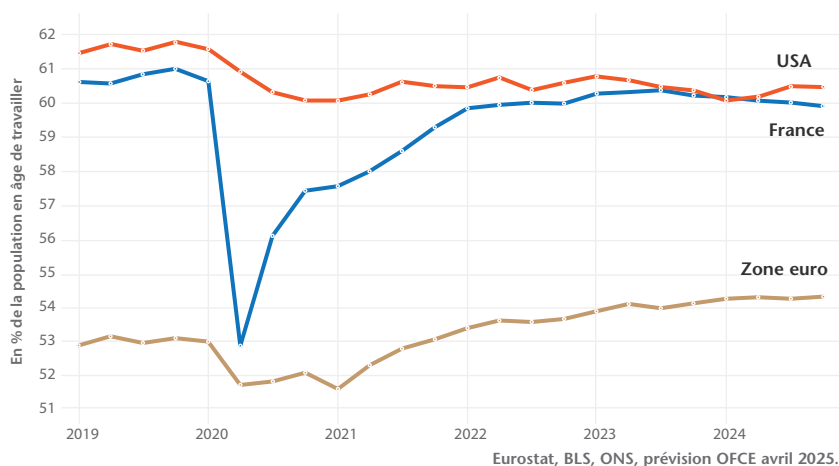
Note : Pour les pays industrialisés, le PIB contrefactuel de fin 2024 est calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par l'OCDE, en 2019, pour les années 2020 et 2021 et prolongés à cette dernière valeur pour les années suivantes. Pour les pays émergents, nous retenons la croissance moyenne observée avant le Covid entre 2013 et 2019, sauf pour le Brésil où nous excluons les années de récession ou de faible croissance avant 2016.

Après la forte hausse de 2021-2022, l'inflation a continué de baisser en 2024. Dans la zone euro, elle a reculé de 3,1 points passant de 5,5 % à 2,4 % en moyenne annuelle. La baisse est encore plus importante pour le Royaume-Uni (-4,8 points) même si l'évolution cumulée depuis 2019 indique une augmentation plus forte des prix (+26,1 %) outre-Manche contre 21,4 % sur l'ensemble de la zone euro (voir partie Inflation). La désinflation a été moins marquée en 2024 aux États-Unis, avec une inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation – qui se maintient autour de 3 % depuis plusieurs mois et un niveau de prix 25 % plus élevé qu'en 2019. Pour autant, la crainte d'une spirale inflationniste ne s'est matérialisée ni en Europe ni aux États-Unis. Les salaires nominaux ont certes progressé plus rapidement que les prix en 2023 et 2024 mais, à l'exception de l'Espagne, les salaires réels n'ont pas effacé les pertes enregistrées en 2021 et 2022. Dans ces conditions, la perspective d'un retour progressif vers leur cible d'inflation a conduit les banques centrales à baisser leur taux directeur. Dans le cas du Japon, après de longues années de pressions déflationnistes, la progression des salaires nominaux a permis de ramener plus durablement l'inflation vers la cible de la Banque du Japon qui a donc amorcé une normalisation de sa politique monétaire avec un retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif et une hausse du taux directeur.

L'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut a été plus favorable en 2024 dans les pays européens, sauf en Espagne, où le ralentissement de l'inflation a été un peu moins marqué. Aux États-Unis, la hausse du revenu disponible nominal a été freinée par une moindre croissance des revenus financiers et par une contribution des impôts aux revenus de nouveau négative¹. Néanmoins, la consommation des ménages est restée un moteur de la croissance aux États-Unis alors qu'elle a été beaucoup moins dynamique en Europe et au Japon en raison de l'augmentation des taux d'épargne.

Paradoxalement, la faible croissance en Europe n'a pas eu pour conséquence une dégradation du marché du travail même s'il y a eu moins de créations d'emplois (voir partie Emploi). Le taux de chômage a même baissé dans la zone euro en 2024, notamment en Espagne et en Italie. Inversement, la situation s'est légèrement dégradée aux États-Unis avec une légère hausse du taux de chômage et une baisse du taux d'emploi (graphique 7.2). Ces trajectoires ont pour corollaire celles de la productivité du travail qui est bien plus dynamique aux États-Unis que dans les pays de la zone euro, ce qui alimente le diagnostic sur le décrochage de l'Europe².

Graphique 7.2. Taux d'emploi



1. En 2022, les impôts payés par les ménages avaient fortement baissé et contribué positivement (à hauteur de 2,1 points au revenu disponible).

2. Voir les analyses de l'OFCE publiées dans le *OFCE Policy brief* n° 128 et n° 130.

7.2. Donald Trump met l'économie mondiale sous tension

Comme il l'avait fait lors de son premier mandat, Donald Trump entend de nouveau user des droits de douane pour faire prévaloir les intérêts américains. Depuis son investiture, il a multiplié les annonces et déclenché une nouvelle guerre commerciale (voir Politiques commerciales). Néanmoins, alors que certaines sanctions sont rapidement appliquées, d'autres sont annoncées mais avec une application immédiatement reportée. Notre scénario central prévoit une hausse moyenne de 10 points des droits de douane sur les produits importés par les États-Unis et suppose que les représailles seront limitées³. Au-delà des tarifs douaniers, les décisions du président américain ou de son partenaire Elon Musk sont source d'incertitude sur l'orientation de la politique commerciale ou les conditions d'exercice de leur activité pour les entreprises étrangères. À court terme, il en résulte un climat hostile aux affaires, ce qui freinerait l'investissement ou la consommation outre-Atlantique. Les exportations vers les États-Unis devraient augmenter au premier trimestre 2025 en anticipation de tarifs plus élevés.

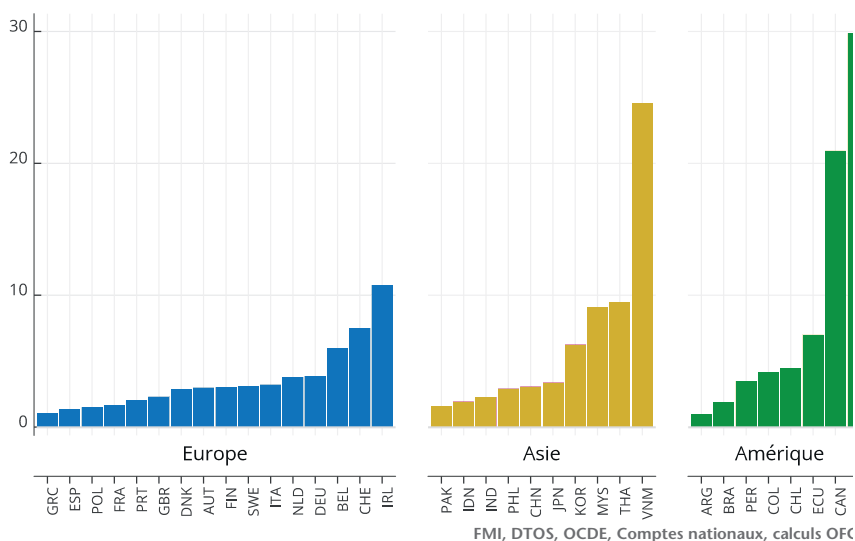
Les effets de la hausse des tarifs douaniers sur l'activité s'amplifieraient en 2026. Le commerce mondial ralentirait pour atteindre une croissance de 2,2 % en 2026 contre 2,9 % en 2024. Certains pays seraient plus exposés aux mesures, soit parce qu'ils sont directement ciblés par des droits plus élevés, soit parce qu'ils exportent des biens ciblés par des droits vers les États-Unis. Enfin, l'impact économique dépendra du poids des exportations vers les États-Unis dans leur PIB. Le Mexique et le Canada sont particulièrement exposés puisque plus de 75 % de leurs exportations sont à destination des États-Unis, ce qui représente respectivement 30 % et 21 % de leur PIB (graphique 7.3). En Europe, l'Irlande, la Suisse puis la Belgique sont les pays pour lesquels les exportations vers les États-Unis pèsent le plus dans le PIB. En Asie, le Viêt Nam, la Thaïlande, la Corée et la Malaisie sont les plus vulnérables en cas d'augmentation des droits de douane américains.

La croissance mondiale baisserait à 2,9 % dès 2025 puis se stabiliserait à ce même niveau en 2026. Les économies développées pourront encore bénéficier de l'assouplissement monétaire passé. En Europe, la BCE et la Banque d'Angleterre continueront de baisser tandis que la Réserve fédérale devra faire face à une inflation plus élevée aux

3. Cette hypothèse ne tient donc pas compte des annonces du 2 avril 2025.

États-Unis et stabiliserait son taux directeur (tableau 7.2). En effet, alors que la stabilisation des prix de l'énergie ne devrait plus être un moteur de l'inflation ou de la désinflation, les banques centrales se montreraient prudentes en raison des risques inflationnistes qui résulteraient des droits de douane. Aux États-Unis, l'inflation dépasserait de nouveau 3 % en fin d'année 2025. Sous l'hypothèse de représailles limitées de la part des pays européens, l'inflation en zone euro et au Royaume-Uni ne serait pas affectée directement par la guerre commerciale et reviendrait alors vers 2 %.

Graphique 7.3. Part des exportations vers les États-Unis



Note : La part des exportations vers les États-Unis dans les exportations totales du pays est calculée en moyenne sur les années 2022 et 2023.

Les perspectives restent moroses dans les pays émergents et en développement pour 2025 et 2026, notamment en Asie où la croissance passerait sous le seuil des 5 %. Au-delà du fléchissement attendu en Chine (à 4,5 % en 2026), ce sont les dragons d'Asie qui semblent les plus affectés dans la région par le changement en cours (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan). L'Amérique latine garderait un rythme de croissance autour de 2 % en moyenne, le fléchissement attendu au Mexique – en raison de sa forte dépendance aux États-Unis – et au Brésil étant compensé par la reprise en cours en Argentine. Davantage fragilisée que l'Asie sur le marché des changes, l'Amérique

latine en subit l'impact sur les prix. L'inflation est répartie dans plusieurs pays, entraînant un nouveau durcissement des politiques monétaires, au Brésil notamment. En Asie, par contre, l'inflation reste contenue autour de 2 % mais la vigilance des banques centrales demeure.

Le second mandat de Donald Trump laisse également entrevoir un changement géopolitique profond notamment pour l'Europe, et plus encore pour l'Ukraine, ce qui devrait avoir pour conséquence une hausse des budgets consacrés aux dépenses militaires. Le plan reArm Europe en dessine les premiers contours en donnant des marges de manœuvre aux États membres. La consolidation des finances publiques ne serait plus la seule priorité, ce qu'illustrent les annonces récentes faites par le gouvernement allemand (voir partie Finances publiques). Les impulsions budgétaires seront généralement moins restrictives en 2026 qu'en 2025. La politique budgétaire deviendrait même expansionniste en Allemagne. Le PIB accélérerait dans la zone euro progressant de 1,1 % en 2025 puis de 1,5 % en 2026. Cette hausse de la croissance ne se refléterait pas dans les chiffres du chômage. À l'exception de l'Espagne, le taux de chômage augmenterait légèrement en Allemagne et en Italie et plus significativement en France du fait de l'augmentation de la productivité. Aux États-Unis, le chômage augmenterait également en lien avec la baisse de la croissance qui passerait de 2,8 % en 2024 à 1,4 % en 2025.

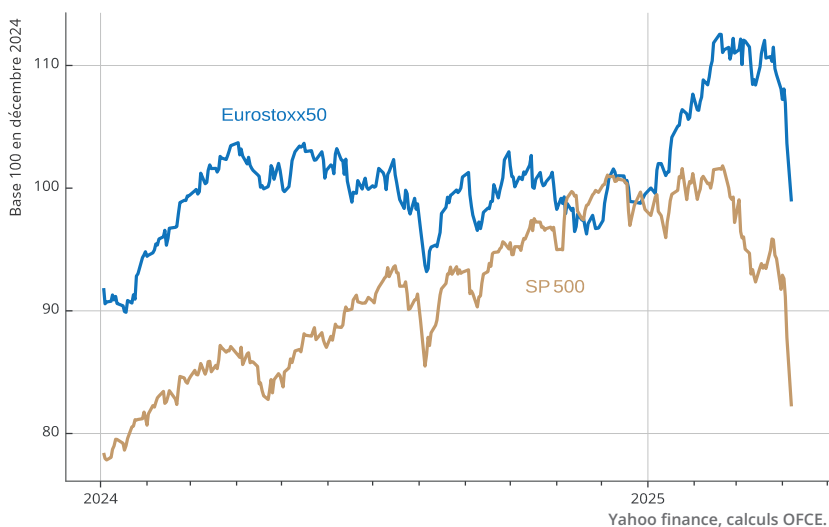
7.3. La roulette russe

La multiplication des annonces depuis l'investiture de Donald Trump en janvier 2025 crée une forte incertitude sur la politique commerciale américaine, sur les objectifs de cette stratégie et sur les mesures de représailles que prendront les partenaires commerciaux des États-Unis. La guerre commerciale est bien déclarée et ne devrait faire que des perdants. Pour autant, il est difficile de lire le scénario qui sera finalement adopté et le niveau de droits de douane qui s'appliquera *in fine* en moyenne en 2025 et 2026. La déclaration du 2 avril ouvre la possibilité de droits plus élevés : à peu près le double pour les pays de l'Union européenne et plus encore pour les biens importés de Chine. La situation récente a cependant montré que les sanctions sont susceptibles d'être reportées ou atténuées. S'il ne fait pas de doutes que Donald Trump assume une politique commerciale agressive, l'annonce du *Liberation Day* pourrait être un moyen de forcer les partenaires commerciaux des États-Unis à négocier un accord conduisant à ouvrir plus largement leur marché aux produits américains. Dans le cas d'une

application stricte des droits annoncés le 2 avril, l'impact négatif resterait modéré pour les pays européens en 2025 et 2026 : de l'ordre de -0,2 point de PIB (voir Politiques commerciales). L'impact serait plus conséquent pour la Chine en 2025. Les pays émergents et en développement pourraient être fortement fragilisés à la fois parce qu'ils pourraient subir une hausse très élevée des droits, et parce qu'ils auront plus de difficultés à absorber le choc en raison d'une part plus importante de leurs exportations à destination des États-Unis. Enfin, il ne semble pas qu'un scénario de représailles généralisées soit à l'ordre du jour. Certains pays privilégient déjà la négociation tandis que d'autres, Chine et Union européenne principalement, pourraient opter pour des représailles ciblées. Néanmoins, les États-Unis pâtiraient des mesures de rétorsion avec une croissance annuelle qui pourrait passer sous les 1 %.

Enfin, cette multiplication des annonces a aussi suscité l'inquiétude des marchés financiers mondiaux qui ont fortement chuté. La baisse de l'indice américain S&P 500 corrige en partie le boom qui avait été observé à la fin de l'été 2024 et qui reflétait des perspectives de croissance favorable sans doute dopée par les annonces de baisses d'impôts et d'allègement des contraintes réglementaires (graphique 7.4). La baisse en cours traduit une révision à la baisse des anticipations de

Graphique 7.4. Indice boursier aux États-Unis (SP 500) et en Europe (Eurostoxx50)



Dernier point connu : 31 mars 2025.

croissance mais elle pourrait aussi être le signe d'un désordre économique mondial durable résultant d'une remise en cause profonde des relations économiques internationales établies depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le pire scénario serait celui d'une panique financière qui, couplée à une escalade sur les droits de douane, ferait basculer de nombreuses économies en récession.

Tableau 7.1. Croissance du PIB mondial

Évolution en %	2024	2025	2026
Allemagne	-0,2	0,1	1,5
France	1,1	0,5	1,1
Italie	0,5	0,8	0,9
Espagne	3,2	2,3	1,8
Zone euro	0,8	1,1	1,5
Royaume-Uni	1,1	0,8	1,4
États-Unis	2,8	1,4	1,5
Japon	0,1	1,1	0,6
Pays industrialisés	1,7	1,3	1,5
Chine	5,0	4,8	4,5
Autres pays d'Asie	5,0	4,9	4,9
Amérique latine	2,0	2,1	2,1
Pays émergents et en développement	4,2	4,0	3,9
Monde	3,2	2,9	2,9

Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2025.

Note : Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

Tableau 7.2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2025						2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change									
1 €=...dollars	1,10	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10	1,08	1,09	1,10
1 \$=...yens	149	152	152	150	150	148	151	150	145
1 £=...euros	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,18	1,20	1,20
Taux d'intérêt directeur des banques centrales*									
États-Unis	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,12	4,50	4,50
Japon	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	0,17	0,62	1,00
Zone euro	3,75	3,25	2,50	2,25	2,00	2,00	3,69	2,19	2,00
Royaume-Uni	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	5,06	4,38	4,00
Matières premières									
Prix du pétrole Brent, en \$*	79,8	74,6	75,2	75,0	74,0	72,0	80,5	74,0	70,0
Prix du pétrole Brent, en €*	72,7	69,9	71,4	68,2	67,3	65,5	74,4	68,1	63,6

Prévision OFCE avril 2025.

Notes : Pour les valeurs annuelles, moyennes sur l'année.

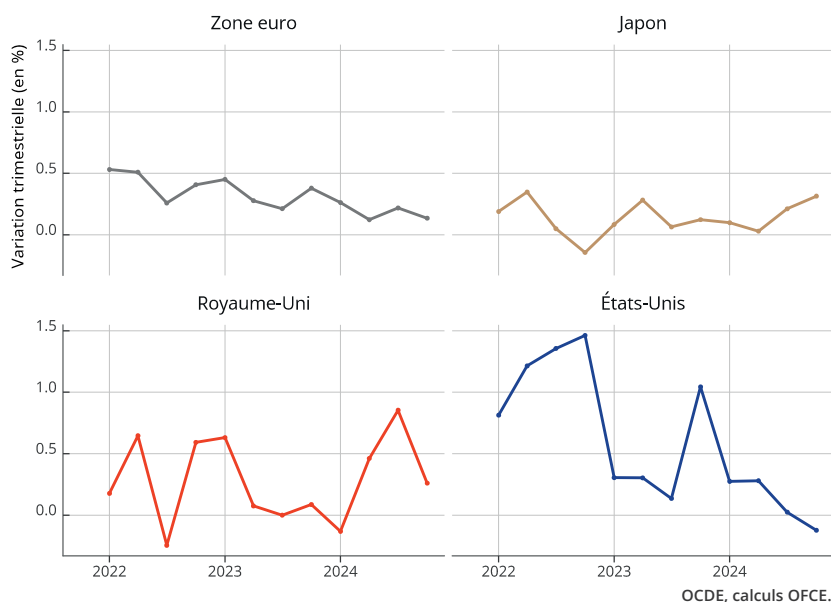
* Prix du baril de pétrole, Brent.

8. Emploi : l'heure des corrections

8.1. Le ralentissement des marchés du travail se poursuit

Les tensions sur les marchés du travail avaient fortement augmenté à la suite des déconfinements, atteignant un pic en 2022. Le choc sur les prix de l'énergie résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, combiné à une réorientation des banques centrales vers une politique monétaire restrictive, avait fortement réduit la demande de travail. On observe ainsi un ralentissement des créations nettes d'emploi depuis 2022 dans la zone euro et aux États-Unis (graphique 8.1), tandis que l'emploi accélérât au Royaume-Uni – malgré un dernier trimestre 2024 moins dynamique – et au Japon. Dans le cas des États-Unis, la très forte croissance visible en 2022 s'explique en grande partie par un rattrapage des pertes qui s'étaient réalisées en 2020, le niveau du dernier trimestre 2019 n'ayant été atteint qu'au deuxième trimestre 2023. Au quatrième trimestre 2024, l'économie américaine a même détruit des emplois (-0,1%),

Graphique 8.1. Créations d'emplois depuis 2022



8.2. En 2024, des trajectoires de croissance et de productivité contrastées

Une forte hétérogénéité, en termes des trajectoires de croissance du PIB et de la productivité, est toutefois visible entre les derniers trimestres de 2023 et 2024¹. Les États-Unis ont connu une progression du PIB (+3,5 %) supérieure à celle de la productivité par tête (+3 %), tandis que la population active augmentait légèrement (+0,2 %) : on s’attendrait donc à une légère baisse du taux de chômage américain, aux différences de mesures près entre les enquêtes emploi et les comptes nationaux (tableau 8.1)². Dans son ensemble, la zone euro présente une population active plus dynamique (+0,5 %), mais un écart plus élevé entre les taux de croissance du PIB et de la productivité (+1,2 % et +0,4 %), qui mène donc à une baisse plus importante du taux de chômage. Dans le cas du Royaume-Uni, l’accroissement considérable de la population active (+1,6 %) a été accompagné par une croissance du PIB comparable (+1,5 %), mais sans gains de productivité.

Tableau 8.1. Évolutions du PIB, de la productivité et de la population active

	Population active	Productivité par tête	PIB
Allemagne	0,6	-0,1	-0,2
Espagne	0,5	1,4	3,5
France	0,9	0,3	0,6
Italie	-0,9	-0,5	0,6
Zone euro	0,5	0,4	1,2
Japon	0,6	0,5	1,2
Royaume-Uni	1,6	0,0	1,5
États-Unis	0,2	2,0	2,5

OCDE, calculs OFCE,

Notes : Évolution sur un an entre le T4 2023 et T4 2024. La productivité apparente du travail est calculée comme le ratio du PIB à l’emploi total, tels que mesurés par les comptes nationaux.

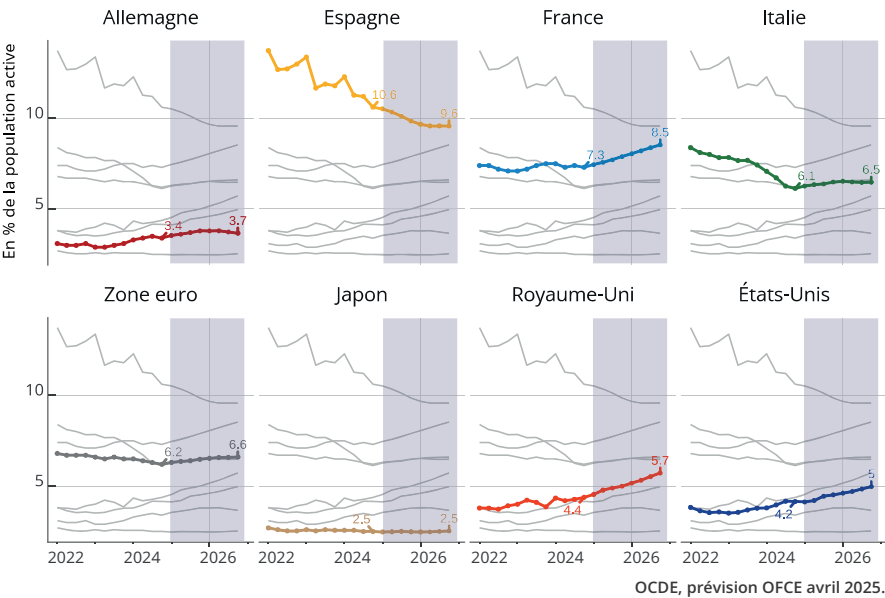
1. La productivité du travail considérée ici correspond au ratio du PIB et de l’emploi total (tous secteurs, salariés et non-salariés) tels que mesurés par les comptes nationaux.
2. Les enquêtes emploi indiquent d’ailleurs une hausse du taux de chômage sur la même période, de 3,8 % à 4,2 %.

Au sein de la zone euro, des différences importantes sont visibles entre les quatre plus grandes économies. L'Espagne affiche une croissance de la population active comparable à celle de la zone euro (+0,5 %), avec toutefois des taux de croissance du PIB et de la productivité très élevés (+3,5 %, +3 %). En comparaison, l'Italie a également connu une forte baisse du taux de chômage (-1,2 point de pourcentage, contre -1,7 ; voir graphique 8.2) mais alors que la population active accusait un recul franc (-0,9 %) et que la productivité déclinait (-0,5 %). En France, le taux de chômage a légèrement baissé dans un contexte où la croissance du PIB (+0,6 %) et de la productivité (+0,5 %) a été modeste ; enfin, dans le cas allemand, une légère hausse du taux de chômage s'est produite en 2024 (+0,3 point), les performances en termes de productivité s'étant avérées presque aussi mauvaises que l'évolution du PIB (respectivement -0,1 % et -0,2 %).

8.3. Les cycles de productivité se referment en Europe et aux États-Unis

En prévision, les écarts à la tendance de productivité qui se sont creusés sur la période récente devraient être réduits. Au sein de la zone euro, cela induirait donc une hausse du taux de chômage en Allemagne, en France et en Italie ; cette hausse serait d'autant plus forte en France étant donné que la croissance du PIB prévue y est inférieure au potentiel, et que l'écart à la tendance de productivité qui s'est creusé depuis 2019 y est important. La stagnation de la population active allemande ainsi qu'un retour de la croissance en 2026 limiteraient l'impact de la correction du cycle sur le taux de chômage allemand. Dans le cas de l'Italie, la faiblesse des gains de productivité tendanciels et l'accroissement modeste de la population active donneraient là aussi lieu à une hausse relativement faible du taux de chômage. Aux États-Unis, la croissance de la productivité du travail avait été supérieure à sa tendance au cours des dernières années. En prévision, cette surperformance devrait se résorber, traduisant davantage de créations d'emplois pour un taux de croissance donné ; néanmoins, l'ampleur du choc négatif sur la croissance du PIB verrait le taux de chômage augmenter de 0,8 point de pourcentage. Enfin, la hausse du taux de chômage britannique serait avant tout le résultat d'une croissance du PIB inférieure à son potentiel.

Graphique 8.2. Prévisions OFCE des taux de chômage



9. Une baisse de l'inflation en demi-teinte ?

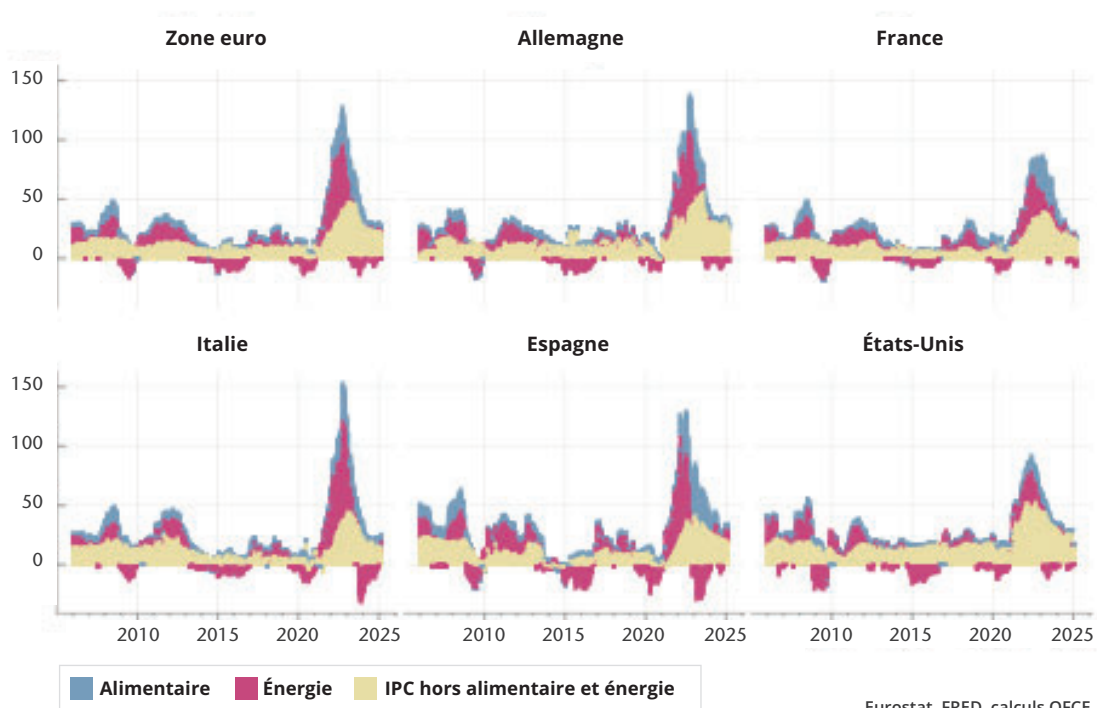
9.1. Après la crise énergétique

Quatre ans après le début de la crise énergétique, l'inflation dans l'ensemble des pays industrialisés retrouve des niveaux plus modérés, même si la désinflation marque le pas depuis la fin de l'année 2023. En effet, en moyenne sur l'année 2024, elle s'est élevée à 2,4 % dans la zone euro et 2,5 % contre 5,4 % en 2023. La dynamique est similaire au Royaume-Uni avec une inflation toujours un peu plus élevée en moyenne : 7,3 % en 2023 et 2,5 % en 2024. Aux États-Unis, la baisse de l'inflation est restée modérée puisqu'elle est passée de 2,8 % fin 2023 à 2,5 % fin 2024. Enfin, après de longues années marquées par des pressions déflationnistes, l'inflation japonaise semble s'inscrire plus durablement au-dessus de 2 %, atteignant 3,3 % en 2023 et 2,7 % en 2024.

Cependant, cette accalmie reste fragile. En zone euro, après son creux de septembre, l'inflation est repartie à la hausse, atteignant 2,2 % en mars, contre 2,5 % en janvier. Cette remontée s'expliquait en partie par un effet de base lié aux prix de l'énergie (+0,2 point pour une inflation annuelle de 1,9 %). Mais en février, cette contribution est devenue nulle après plusieurs mois en territoire négatif. Désormais, ce sont principalement les services qui tirent l'inflation vers le haut, avec une hausse annuelle de 3,7 %, contribuant à hauteur de 1,7 point à l'indice global en zone euro. Dans tous les pays, la contribution de l'énergie à l'inflation ou à la désinflation est désormais bien moins élevée qu'entre 2021 et mi-2024 (graphique 9.1). Depuis le début de la crise énergétique, de la fin de l'année 2021 jusqu'au début de l'année 2023, la contribution cumulée des prix de l'énergie à l'inflation a été de 4 points de pourcentage, au sein de la zone euro.

L'évolution récente de l'inflation illustre une asymétrie marquée : sa baisse est bien moins rapide que sa montée. Plus de deux ans après le pic, l'inflation reste au-dessus de la cible des banques centrales, expliquant ainsi leur prudence. Ainsi, pour rappel, le taux directeur de la Réserve fédérale a été maintenu à 4,5 % depuis novembre. De son

Graphique 9.1. Évolution de l'IPCH et ses composantes

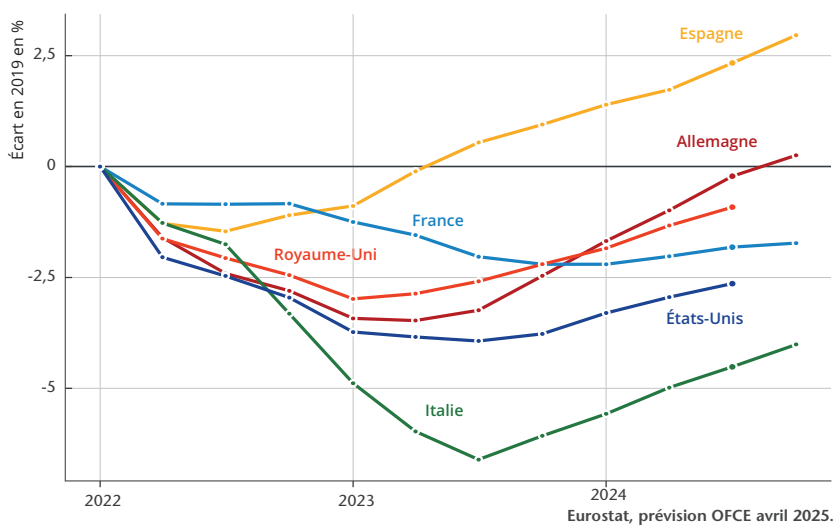


Eurostat, FRED, calculs OFCE.

Dernier point connu : mars 2025.

côté, la BCE a certes continué à baisser les taux mais à un rythme relativement modéré : 1,5 point en 9 mois (pour plus de détails voir Politiques monétaires). La dynamique salariale, en particulier la hausse des salaires nominaux puis réels, a sans doute contribué à freiner le retour à une inflation plus faible. Depuis le troisième trimestre 2021, l'évolution des salaires réels a suivi deux dynamiques distinctes. Durant la période de forte inflation entre 2021 et 2022, la hausse des prix a nettement dépassé celle des salaires nominaux, entraînant une baisse marquée des salaires réels. Cependant, à partir de 2023, on observe un début de rattrapage avec une progression plus rapide des salaires nominaux, permettant une atténuation de la perte de pouvoir d'achat. Malgré cette reprise, les salaires réels restent toujours en deçà de leur niveau de 2021, accusant un retard d'environ 2 % (graphique 9.2). Cette dynamique contribue à une désinflation plus lente, notamment dans les services où les tensions salariales restent présentes.

Graphique 9.2. Salaires réels par rapport au début de la crise inflationniste



Derrière cette moyenne européenne, de fortes disparités subsistent entre les grandes économies de la zone euro. La France se distingue par un taux d'inflation particulièrement bas en ce début d'année aux mois de février et mars : 0,9 % en variation annuelle, soit son premier passage sous la barre des 1 % depuis début 2021. La baisse des prix de

gros de l'électricité a plus que compensé la hausse de la fiscalité, entraînant une chute de 13 % des prix de l'électricité en février. À l'inverse, l'Espagne et l'Allemagne affichent une inflation en ligne à la moyenne européenne, avec respectivement 2,2 % et 2,3 %. L'Italie, quant à elle, présente un taux d'inflation plus modéré (2,1 %), mais sa tendance reste haussière et marquée par une certaine volatilité. En revanche, au Royaume-Uni, l'inflation est toujours à des niveaux relativement élevés, même si elle a ralenti en février à 3,7 % après 3,9 % en janvier.

Estimant que la « tempête inflationniste » est désormais passée, les gouvernements européens amorcent une sortie progressive des mesures de soutien (voir le graphique 11.2 dans Politiques budgétaires). En Espagne, la réduction exceptionnelle de la TVA sur l'électricité a pris fin en janvier 2025, tout comme en France en février. L'Italie avait déjà supprimé ses dispositifs dès 2023. En Allemagne, les mesures de « bouclier tarifaire » ont cessé en 2024, mais le taux de TVA sur l'électricité reste inférieur à son niveau d'avant-crise et ne retrouvera son niveau initial qu'en 2025.

Encadré 9.1. La crise inflationniste a-t-elle durablement entraîné une divergence du niveau des prix ?

Si l'inflation tend à converger vers 2 % en moyenne dans la zone euro, cette stabilisation masque d'importantes disparités de niveaux de prix entre les pays. Depuis le début de la crise inflationniste au troisième trimestre 2021, les prix ont augmenté en moyenne de 16,6 %. Mais cette hausse ne s'est pas répartie de manière homogène : l'Allemagne enregistre la plus forte progression avec un indice de 118,2 fin 2024, suivie de près par l'Italie (117,8) et l'Espagne (116,1), tandis que la France affiche un niveau plus modéré à 114,3. En l'espace de 13 trimestres, un écart de 4 points s'est ainsi creusé entre ces économies (graphique 9.3).

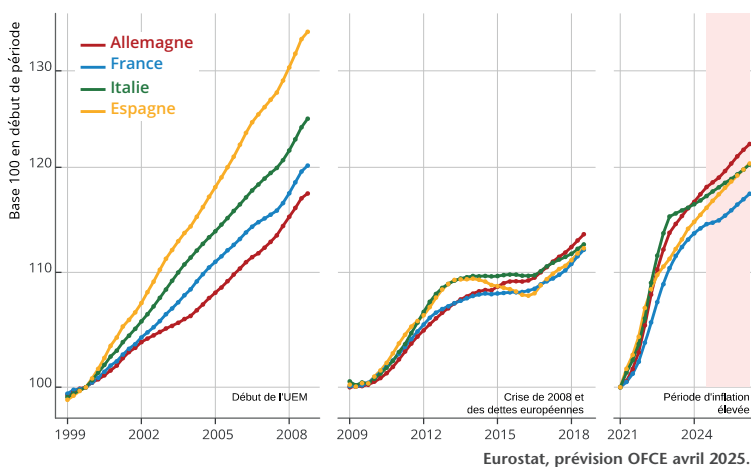
La question centrale est de savoir si ces écarts vont progressivement se résorber. Pour cela, l'analyse des crises économiques passées peut offrir des enseignements sur les dynamiques d'inflation à long terme.

Historiquement, la divergence des niveaux de prix a longtemps été la norme au sein de la zone euro, notamment avant la crise financière de 2008. Durant la première décennie de la monnaie unique, les économies du sud comme l'Espagne et l'Italie ont connu une inflation plus élevée que celles du nord, creusant progressivement les écarts. Ces divergences se sont accompagnées de déséquilibres des balances courantes, qui ont joué un rôle clé dans la crise de la zone euro.

Après la crise financière, une phase de convergence des prix s'est amorcée, sans pour autant compenser totalement les écarts accumulés entre 1999 et 2009. La crise du Covid et le choc énergétique ont ensuite introduit de nouvelles pressions inflationnistes différenciées, l'Allemagne et l'Espagne enregistrant une hausse des prix plus marquée que la France et l'Italie. Toutefois, contrairement à la période pré-2008, la convergence des niveaux de prix semble aujourd'hui mieux ancrée, suggérant que la monnaie unique impose, à long terme, un certain alignement des dynamiques inflationnistes.

Aujourd'hui, bien que l'inflation ralentisse dans l'ensemble de la zone euro, des écarts de dynamique persistent. Toutefois, contrairement aux périodes passées, ces divergences ne s'accompagnent pas nécessairement des mêmes déséquilibres de balances courantes. Une partie de ces écarts récents s'explique par un choc spécifique sur les prix de l'énergie, qui n'a pas affecté tous les pays de la même manière et dont la transmission aux indices de prix nationaux a varié selon les méthodologies utilisées. Une convergence durable des niveaux de prix reste donc incertaine et dépendra largement des politiques économiques et salariales mises en place dans chaque pays.

Graphique 9.3. La convergence des indices de prix pendant 3 décennies



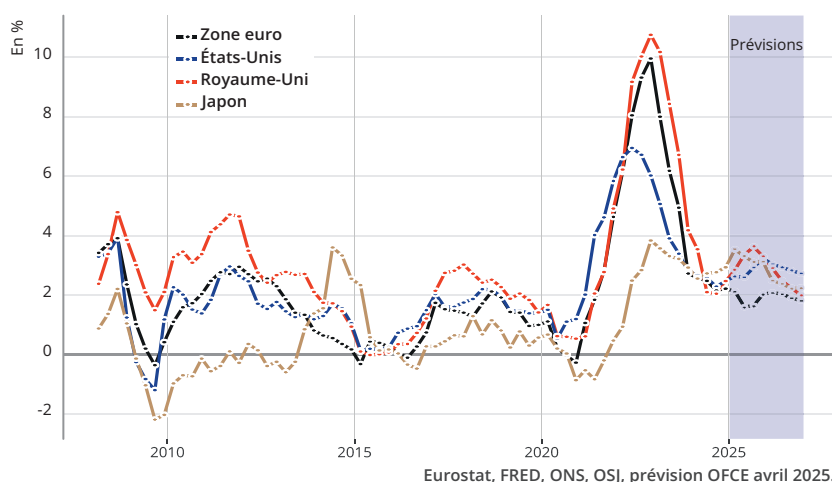
Note : Indices de prix base 100 en 1999, 2009, 2021. Lissage sur 4 trimestres par moyenne mobile. La crise des subprimes commence au T1 2009 jusqu'en T1 2019, et la crise inflationniste commence au T3 2021 et finit au dernier point connu (T4 2024).

Malgré cette détente de l'inflation, la situation reste contrastée. Les prix ne se stabilisent pas encore durablement sous l'objectif des 2 %, la dynamique reste hétérogène entre les pays, et les ménages subissent toujours les séquelles de l'érosion de leur pouvoir d'achat. De plus, le climat d'incertitude a retrouvé des niveaux élevés depuis l'élection de Trump aux États-Unis, et le déclenchement d'un nouveau volet de la guerre commerciale qui se traduira par une hausse de l'inflation.

9.2. La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation à sa cible ?

La guerre commerciale relancée par Donald Trump aurait un impact direct sur les prix pour les consommateurs via l'application de droits de douane sur les produits importés aux États-Unis. Sous l'hypothèse d'une hausse des droits de douane de 10 points, l'inflation américaine repartira à la hausse en 2025 et devrait atteindre un pic à 3,2 % en fin d'année¹. Elle diminuerait en 2026 mais de façon progressive. Sous l'hypothèse d'absences de mesures de représailles, le pouvoir d'achat des ménages européens serait moins affecté et l'inflation continuerait de décélérer en 2025 (graphique 9.4). Les prix de l'énergie ne contribueront plus à l'augmentation des prix. Les salaires alimenteront alors la hausse des prix, via une hausse des marges des entreprises. En effet, dans le détail en France l'inflation serait de 1,3 % puis 1,8 %, en Allemagne, elle atteindrait 1,9 % et 2,2 %. En Italie l'inflation serait de 1,6 % en 2025 avec les prix de l'énergie qui diminuent et 1,7 % en 2026. Enfin en Espagne, elle atteindrait 2,5 % puis 1,9 %, à contre-courant des autres pays. Au Royaume-Uni et au Japon, il faudrait attendre l'année 2026 pour observer une baisse notable de l'inflation. En effet, elle se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2025 et ne convergerait vers 2 % qu'en fin d'année 2026.

Graphique 9.4. Prévisions d'inflation



1. Cette hausse de l'inflation ne résulte pas uniquement de la hausse des droits de douane. Elle serait en effet alimentée par la politique migratoire plus stricte qui se traduirait par des tensions sur le marché des biens et sur le marché du travail.

10. Nouveau dilemme pour les banques centrales

La réduction des taux de politique monétaire initiée à partir de l'été 2024 s'est poursuivie de façon hétérogène, les banques centrales continuant de surveiller attentivement l'évolution de l'inflation. Dans la zone euro, l'inflation est retombée temporairement sous la cible de 2 % en septembre, avant de remonter légèrement en lien avec les fluctuations de l'indice des prix de l'énergie (encadré 9.1). La BCE est restée prudente sur le rythme de son assouplissement monétaire. Sur les neuf derniers mois, le taux des facilités de dépôts a baissé de 1,5 point, pour s'établir à 2,5 % en mars 2025. Les baisses de taux ont été plus modérées au Royaume-Uni du fait d'un rebond de l'inflation à 3 % en début d'année. Aux États-Unis, la désinflation a très nettement marqué le pas en 2024, si bien que la Réserve fédérale a décidé d'une pause depuis décembre. Enfin, le Japon continue de faire face à une situation différente, avec une inflation qui se maintient depuis maintenant près de trois ans au-dessus de 2 % après une longue période déflationniste. La Banque du Japon a poursuivi la normalisation très progressive de sa politique monétaire, avec une hausse du taux directeur d'un quart de point décidée lors de la réunion de janvier 2025.

Avec la hausse annoncée des droits de douane, les banques centrales pourraient, comme en 2022 à la suite de la flambée des prix de l'énergie, devoir arbitrer entre l'objectif de stabilité des prix et celui de la croissance. Néanmoins, l'impact inflationniste de la guerre commerciale déclenchée par les États-Unis se reflèterait surtout dans la dynamique des prix outre-Atlantique avec une inflation moyenne en hausse : 2,8 et 2,9 % en 2025 et 2026 contre 2,5 % en 2024. Bien que supérieure à la cible de la Réserve fédérale, l'inflation serait plus modérée que celle observée entre 2021 et 2023. Parallèlement, la croissance marquerait un peu le pas et le taux de chômage passerait de 4,2 % fin 2024 à 4,7 % fin 2026. Dans ces conditions, la Réserve fédérale mettrait un terme à son cycle de baisse des taux au moins jusqu'à la fin du mandat de Jerome Powell, en mai 2026. L'orientation de la politique monétaire américaine, et probablement l'indépendance de

facto de la Réserve fédérale, dépendront ensuite du successeur que désignera Donald Trump. Dans la zone euro, l'inflation moyenne se stabiliserait autour de la cible de la BCE qui poursuivra la baisse des taux pour soutenir l'activité. Nous prévoyons deux baisses supplémentaires puis un statu quo en 2026. Outre-Manche, la BoE suivrait un rythme de baisse similaire à celui mis en œuvre dans la zone euro. Au Japon, la BoJ augmenterait de nouveau son taux directeur à deux reprises : une fois en 2025 et une autre en 2026, où il atteindrait 1 %.

Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, le changement d'orientation opéré par les banques centrales permettrait de soutenir la croissance en 2025 et plus encore en 2026. Même sous l'hypothèse de stabilité des taux – comme nous l'anticipons pour les États-Unis – l'arrêt du cycle de hausses se traduira par un soutien à la croissance¹.

Au-delà des décisions des banques centrales, l'efficacité de la politique monétaire dépend en grande partie de la transmission des variations de taux courts aux taux de plus long terme, publics et privés. Or, la baisse des taux longs observée depuis la fin de l'année 2023 est de moindre ampleur que la hausse observée à partir de 2021 et qui avait précédé le resserrement des politiques monétaires². La période récente se caractérise même par une remontée des taux souverains, de l'ordre de 0,3 point dans les principaux pays de la zone euro au cours du mois de mars. Aux États-Unis, la hausse – de plus de 1 point – fut observée pendant la campagne présidentielle puis après la victoire de Donald Trump.

Comment expliquer cette remontée des taux souverains ? Premièrement, les taux longs ont peu baissé parce que la réduction des taux directeurs des banques centrales a été modérée et que les marchés anticipent sans doute la fin de ce cycle de baisses. Pour la BCE, la baisse réalisée et prévue d'ici la fin de l'année 2025 serait de 2 points après une hausse de 4,5 points entre juillet 2022 et septembre 2023. Aux États-Unis, la cible de la Réserve fédérale est passée de 0,25 % à 5,5 %

1. L'évaluation des effets de la politique monétaire pour les États-Unis est calée sur les résultats de la variante du modèle FRB-US qui suggère qu'une hausse de taux se traduit par un effet négatif sur l'écart de croissance qui atteint un pic les deuxième et troisième années qui s'estompent ensuite les deux années suivantes. Implicitement, un choc transitoire de politique monétaire n'a pas d'effet permanent sur l'activité. Par conséquent, la croissance est réduite les trois premières années mais augmentée ensuite.

2. Entre octobre 2023 et février 2025, le taux long dans la zone euro et aux États-Unis a baissé de 0,3 et 0,4 point respectivement alors qu'il avait augmenté de 3,3 et 3,2 points entre août 2021 et octobre 2023.

entre mars 2022 et juillet 2023, alors que la baisse de cette même cible se limiterait à 1 point. Deuxièmement, parallèlement aux décisions sur les taux d'intérêt, les banques centrales ont aussi réduit la taille de leur bilan (graphique 10.1), ce qui correspond à une forme de restriction quantitative active – comme dans le cas de la BoE qui revend une partie des titres qu'elle détenait – ou passive – comme dans le cas de la BCE ou de la Réserve fédérale qui ne vendent pas d'actifs mais ne renouvellent qu'une partie des titres arrivant à échéance (Du, Forbes et Luzzetti, 2024). Ces évolutions du portefeuille d'actifs des banques centrales influencent donc les marchés de dette souveraine et peuvent se traduire par des taux longs relativement plus élevés³. Choi *et al.* (2022) ont proposé de quantifier l'impact de ces politiques de bilan sur l'orientation de la politique monétaire américaine en calculant un taux proxy. Il en résulte un durcissement implicite de la politique monétaire plus important puisque le taux proxy est en moyenne plus élevé que le taux cible de la Réserve fédérale depuis fin 2021. Pour la zone euro, l'application de la même méthode conduit à une estimation plus faible du taux proxy⁴ et sur la période récente, la baisse est légèrement moins importante que celle du taux €STR (le taux au jour le jour). Enfin, les annonces sur l'orientation de la politique budgétaire pourraient également se refléter dans les taux longs. De fait, la victoire de Trump aux élections présidentielles américaines laissait présager un fort creusement des déficits en raison des promesses de baisses d'impôts⁵. Ces mesures, conjuguées à l'anticipation des droits de douane plus élevés, ont également augmenté les anticipations d'inflation, ce qui se reflète donc dans les taux nominaux⁶. Plus récemment, ce sont les annonces européennes et en particulier allemandes pour accroître les budgets de la défense qui pourraient indiquer une orientation moins restrictive ou même expansionniste de la politique budgétaire, ce qui pourrait se répercuter sur les taux via l'impact de ces mesures sur les anticipations de croissance et d'inflation. Il pourrait alors en résulter des taux longs qui se stabilisent à leur niveau actuel, ce qui pourrait atténuer légèrement l'impact expansionniste de la politique monétaire.

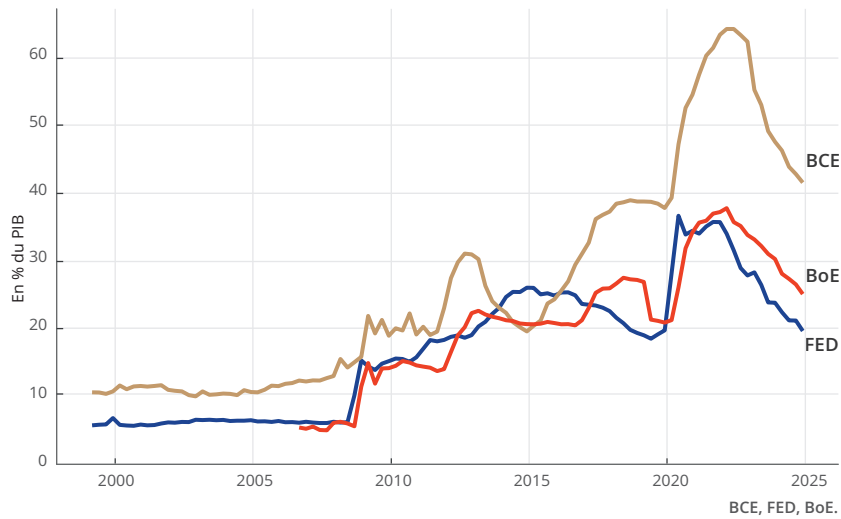
3. Il y a de fait un parallèle avec les politiques d'assouplissement quantitatif qui ont permis aux banques centrales de faire pression à la baisse sur les taux longs entre 2009 et 2021.

4. Voir https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/288773/OFCE_Sept%202024%20-%20Final.pdf

5. Le projet d'amélioration de l'efficacité des dépenses publiques fédérales pourrait cependant atténuer cette orientation expansionniste de la politique budgétaire (voir partie II.11).

6. Voir https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241126_CB/

Graphique 10.1. Bilan des banques centrales



11. Finances publiques : la consolidation passe au second plan

La politique budgétaire américaine 2025-2026 serait marquée par l'incertitude et combinerait coupes massives dans les dépenses et baisses d'impôts, creusant le déficit et portant la dette à 126,4 % du PIB. En Europe, la France et l'Italie poursuivraient la consolidation budgétaire, tandis que l'Espagne améliorerait ses finances grâce à une croissance solide. L'Allemagne adopterait une stratégie de relance, dont l'impact positif soutiendrait la croissance de ses voisins, notamment la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

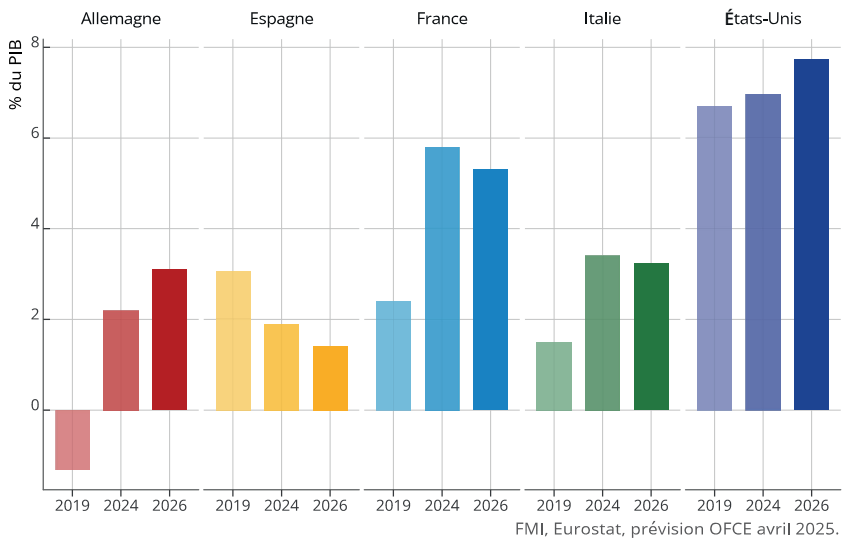
11.1. Politique budgétaire américaine : de l'expansion à la restriction

Le scénario de politique budgétaire américaine en 2025 et 2026 est marqué par une forte incertitude. En effet, le gouvernement Trump prévoit à la fois un choc fiscal positif marqué par de fortes baisses d'impôts, mais également des coupes massives dans les dépenses¹. Au total, selon nos hypothèses, l'effet de baisse des dépenses (de l'ordre de 100 milliards de dollars dès 2025 puis 200 milliards supplémentaires en 2026) dominerait en 2025, alors que l'essentiel des baisses d'impôts aurait lieu en 2026 : l'impulsion budgétaire² serait ainsi de -0,2 % du PIB en 2025 et de 0,3 % en 2026. Quant au solde public, il se dégraderait, passant de 7,0 % du PIB en 2024 à 7,7 % en 2026 (graphique 11.1), tandis que la dette publique augmenterait de près de 5 points en deux ans, pour atteindre 128,4 % du PIB en 2026.

1. Ces dernières sont présentées comme des mesures d'efficacité, et ne visent pas nécessairement à réduire le déficit ou la dette.

2. L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle représente la politique budgétaire discrétionnaire.

Graphique 11.1. Évolution des déficits publics en zone euro et aux États-Unis depuis 2019



Lecture : Comparaison des déficits publics pour les années 2019, 2024 et 2026 selon les prévisions OFCE.

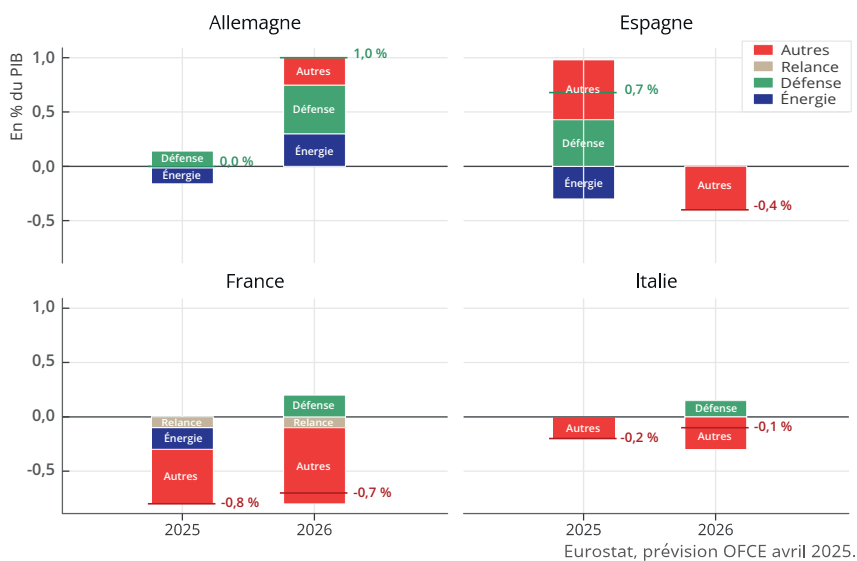
11.2. Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation budgétaire

Entre 2019 et 2023, pour faire face aux crises de la Covid et de l'énergie, les gouvernements de la zone euro ont mis en place des plans de soutien qui se sont traduits par une augmentation des niveaux de dette publique. Avec la normalisation de l'inflation (voir partie Inflation), notamment énergétique, les mesures de soutien à l'énergie connaissent un effet d'attrition (graphique 11.2). En revanche, les dépenses liées à la défense devraient augmenter – dans des proportions variables –, dès 2025 en Espagne, et à partir de 2026 en France et en Italie. En Allemagne, l'augmentation des dépenses liées à la défense, initiée en 2022, devrait se poursuivre³. Sur la stratégie budgétaire en 2025-2026, les trajectoires divergent. En France, l'heure est à la consolidation budgétaire : l'impulsion budgétaire en 2025 représenterait 0,8 % du PIB. L'Italie est dans la même perspective, mais avec une consolidation beaucoup plus faible (0,2 % du PIB en 2025). Le très fort

3. En Allemagne, un fonds spécial dédié à la modernisation de l'armée avait été créé dès 2022, doté de 100 milliards d'euros.

ajustement structurel observé en 2024 est lié à la fin du superbonus, ainsi qu'à une forte élasticité des recettes fiscales à la croissance. En 2025, le gouvernement italien devait faire 0,5 % d'ajustement structurel, mais il mise sur le fait que l'élasticité des recettes observée en 2024 serait de nature permanente, et prolonge la baisse des impôts qui devait initialement expirer en 2025. C'est pourquoi nous inscrivons un ajustement structurel plus faible en prévision. *A contrario*, l'Espagne, avec une prévision de croissance de 2,3 %, verrait son solde public s'améliorer et l'endettement public se réduire malgré une impulsion budgétaire positive (0,8 point de PIB). Quant à l'Allemagne, elle a décidé de tourner le dos à l'austérité en votant un plan de relance budgétaire massif début 2025⁴. En 2026, la France poursuivrait la consolidation budgétaire, rejointe par l'Espagne, alors que l'Italie connaîtrait une impulsion nulle.

Graphique 11.2. Impulsion budgétaire décomposée



4. Le projet de budget transmis à la Commission européenne le 15 octobre 2024 prévoyait initialement une impulsion budgétaire négative de 0,8 point.

Encadré 11.1. Le tournant budgétaire historique de l'Allemagne

Le 14 mars 2025, un accord a été trouvé entre les chrétiens-démocrates de la CDU/CSU, les sociaux-démocrates du SPD, et les Verts pour voter un plan d'investissements massif dédié aux infrastructures et à la défense. Le texte prévoit trois mesures : l'exemption du calcul de la règle d'or des dépenses de défense supérieures à 1 % du PIB ; la création d'un fonds spécial hors budget ayant une capacité d'emprunt de 500 milliards d'euros sur 12 ans, destiné aux investissements dans les infrastructures ; l'augmentation de la capacité d'endettement des Länder. Nous faisons l'hypothèse d'une impulsion budgétaire nulle en 2025 et équivalente à 40 milliards d'euros (1 point de PIB) en 2026. Cela contribuerait à relever la croissance allemande d'un point, notamment à travers les canaux de l'investissement privé et de la consommation publique.

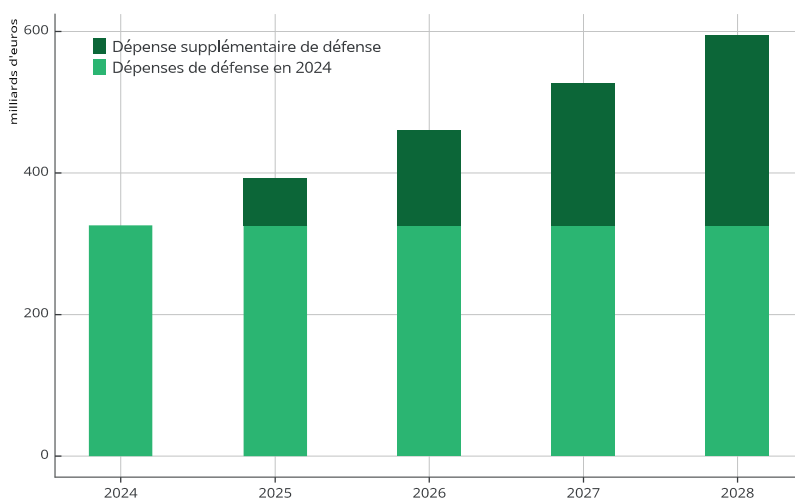
La relance allemande aura un impact positif sur les autres pays de la zone euro. Dans notre prévision d'octobre 2024, nous inscrivions une trajectoire de réduction des déficits publics pour l'Allemagne en 2025, avec une impulsion négative de 0,7 % du PIB, qui devait se poursuivre en 2026. La révision de notre scénario, qui inclut le plan d'investissement dédié aux infrastructures et à la défense, nous conduit à inscrire un ajustement nul en 2025, et fortement positif (1 % du PIB) en 2026 (encadré 11.1). Ainsi, par rapport au contrefactuel de notre précédente prévision, la croissance des grands pays voisins de l'Allemagne serait positivement affectée par sa relance budgétaire. Nous estimons que dans les cas de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni, l'impact serait de 0,1 point de croissance supplémentaire en 2025 et de 0,2 point en 2026. Cette estimation fait l'hypothèse que la part des dépenses orientée vers des entreprises européennes resterait inchangée. Or, dans un contexte de fragmentation accrue du commerce international et de recentrage européen – notamment pour les dépenses militaires –, l'impact pourrait être amplifié.

Encadré 11.2. Plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030

Le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030, publié sur le site de la Commission européenne le 19 mars dernier, aiderait les pays membres de l'UE à financer l'augmentation de leurs dépenses de défense à hauteur de 800 milliards d'euros (Commission européenne (2025a), (2025d)).

Le premier volet du plan aidera les pays de l'UE en les autorisant à s'endetter davantage. Il permettra aux pays d'activer la clause dérogatoire nationale du pacte de stabilité et de croissance pendant une période de quatre ans (2025-2028) et dans une limite d'1,5 point de PIB par an. Plus spécifiquement, les pays seront autorisés à dépasser leur objectif de déficit public approuvé par le Conseil de l'UE pour une année donnée à hauteur du minimum entre i) la variation des dépenses de défense de l'année en cours par rapport à 2021 rapportée au PIB, et ii) 1,5 point de PIB (voir Commission européenne (2025b), (2025c), (2025d)).

Graphique 11.3. Hausse supposée des dépenses militaires dans l'UE depuis l'annonce du plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030

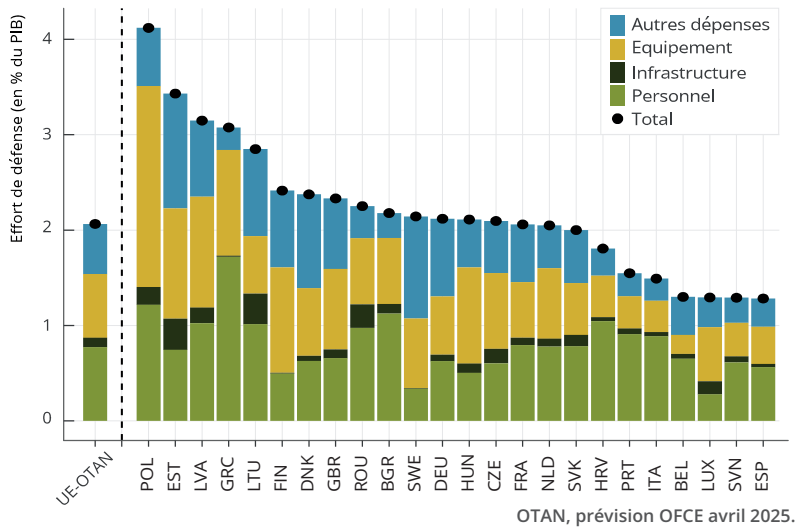


Sous l'hypothèse que les États membres augmenteraient linéairement leurs dépenses de défense à hauteur de 1,5 point de PIB en moyenne d'ici à 2028 (ce qui correspond à une augmentation annuelle de 269 milliards d'euros à l'échelle européenne en 2028), la Commission estime que la dépense militaire cumulée supplémentaire sur 2025-2028 serait de 650 milliards d'euros sur quatre ans (graphique 11.3).

Cette mesure pourrait bénéficier à tous les pays membres, notamment aux pays sous procédure pour déficits excessifs, parmi lesquels la France, dont les marges de manœuvre budgétaire sont très faibles. Elle augmentera la marge de manœuvre budgétaire des « bons élèves » (e.g., l'Allemagne, l'Espagne) avant qu'ils ne fassent l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs et des « mauvais élèves » (e.g., la France, l'Italie) avant qu'ils n'aient à fournir des efforts budgétaires supplémentaires. La définition des dépenses de défense prises en compte reste à préciser mais un calcul rapide nous permet d'évaluer celles de la France à 0,4 point de PIB en 2025 par

rapport à l'objectif fixé^(a). On imagine tout de même mal des pays comme la France ou l'Italie considérer s'écarter de l'objectif fixé (encore moins à hauteur d'1,5 point de PIB) au risque de voir leur note être dégradée par les agences de notation, et la prime de risque sur la dette s'envoler.

Graphique 11.4. Dépenses publiques de défense des pays UE-OTAN (+ Royaume-Uni)

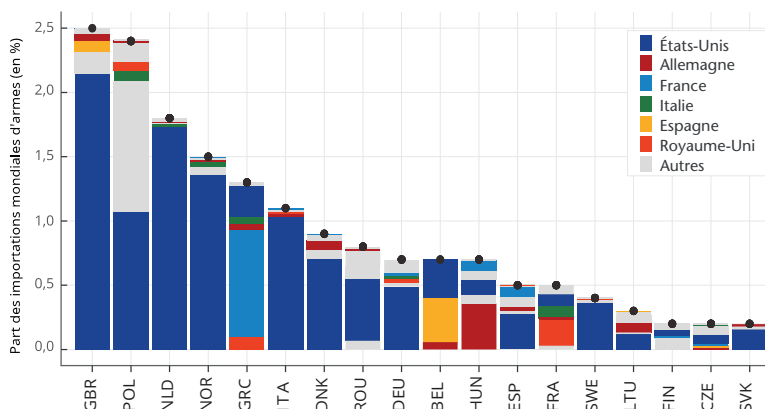


Le deuxième volet du plan prévoit une enveloppe totale de 150 milliards d'euros de prêts aux États membres, désignée par l'acronyme SAFE (Security Action For Europe), financée par la Commission européenne grâce à l'émission d'obligations ou à des emprunts auprès d'institutions financières. Les termes des prêts devraient être avantageux mais les conditions d'éligibilité sont restrictives. Par exemple, les prêts devront être utilisés pour financer des acquisitions dans les domaines de défense prioritaires^(b). D'autre part, les demandes devront être adressées aux industries des pays membres de l'UE, de l'Ukraine, et des pays membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE) qui font également partie de l'Espace économique européen (EEE)^(c), et les composantes des produits acquis devront provenir de ces pays (à hauteur d'au moins 65 % du coût total des composantes). À noter que cette liste (non exhaustive) de critères pourra être étendue aux « pays partageant les mêmes valeurs » (*e.g.*, les pays en voie d'adhésion, candidats, candidats potentiels) et aux pays ayant signé un partenariat de sécurité et de défense avec l'UE comme le Japon par exemple (voir Commission européenne (2025b), (2025d), Conseil européen (2025)).

Les critères d'éligibilité de cette facilité de prêt semblent assez contraignants pour des pays comme l'Italie par exemple, dont la quasi-totalité des importations d'armes provient des États-Unis (graphique 11.5). Par ailleurs,

elle devrait entraîner une réallocation de la demande vers les pays du groupe UE-Ukraine-AELE/EEE qui ont déjà une industrie de la défense importante et spécialisée dans les domaines ciblés. Cela pourrait profiter à des pays comme la France et la Suède dont le ratio dépenses publiques de défense sur PIB est légèrement au-dessus de la moyenne de l'UE^(d) (graphique 11.4) et qui importent peu d'armes (graphique 11.5). À noter cependant que la mesure des importations dans les données du SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute) est basée sur les coûts de production d'un ensemble d'armes de base, et vise à représenter le transfert de ressources militaires plutôt que sa valeur marchande^(e).

Graphique 11.5. Importations d'armes des pays européens sur la période 2020-2024



SIPRI Arms Transfers Database, prévision OCDE avril 2025.

Note : Seuls les pays européens hors Ukraine appartenant aux 60 premiers importateurs mondiaux sur la période sont présentés sur ce graphique. L'Ukraine avec 8,8 % en 2020-2024 est le premier importateur mondial d'armes.

- (a) Le budget de la défense hors pensions s'élève à 39,2 et 50,5 milliards d'euros en 2021 et 2025 respectivement, soit une hausse de 0,4 point de PIB. Le déficit public toléré via l'activation de la clause dérogatoire pourrait donc s'élever à 5,8 points de PIB au lieu des 5,4 approuvés précédemment par le Conseil.
- (b) Défense aérienne et antimissile, systèmes d'artillerie, munitions et missiles, drones et systèmes antidrones, mobilité militaire, intelligence artificielle, intelligence quantique, cyberdéfense, guerre électronique, capacités stratégiques et protection des infrastructures critiques.
- (c) Le groupe de pays membres de l'AELE et de l'EEE inclut l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège.
- (d) Les dépenses de défense totales des pays de l'UE s'élevaient à environ 1,9 point du PIB de l'UE en 2024 d'après l'Agence européenne de défense.
- (e) Le SIPRI mesure les transferts internationaux d'armes en TIV (Trend Indicator Value), une unité de mesure qui reflète le coût de production des transferts. Si le prix de vente s'écarte significativement du coût de production, alors la valeur des importations d'armes pourrait être bien plus importante que celle suggérée sur le graphique 11.5.

12. Trade Wars : l'empire contre-attaque

12.1. Scénario

Depuis son retour à la présidence des États-Unis, Donald Trump a décidé de relancer la guerre commerciale. Si le protectionnisme américain s'était surtout focalisé sur la Chine entre 2017 et 2021¹, il s'étend désormais au reste du monde. Les annonces de hausses des tarifs douaniers se sont multipliées. Les hausses effectives étaient déjà nombreuses avant le 2 avril, le « jour de la libération ». Des droits de douane de 25 % avaient été imposés sur l'automobile, l'acier et l'aluminium, ainsi que sur les produits canadiens et mexicains², les produits chinois voyant quant à eux passer les tarifs douaniers de 10 à 20 %. Ces augmentations étaient cependant limitées par rapport aux droits de douane « réciproques » annoncés le 2 avril. Ceux-ci incluent une hausse minimale des tarifs douaniers de 10 pt de pourcentage pour les pays dont le commerce extérieur est *déficitaire* avec les États-Unis. Pour les pays bénéficiant d'excédents avec les États-Unis, la hausse des tarifs douaniers est égale à la moitié du ratio de leur excédent sur la valeur de leurs importations en provenance des USA. Cela donne des hausses de tarifs de 20 points avec l'Union européenne, de 34 points avec la Chine (soit des droits de douane de 54 % pour les produits chinois en tenant compte des hausses précédentes), de 24 points pour le Japon ainsi que des hausses très substantielles pour plusieurs pays d'Asie et d'autres pays dont certains territoires inhabités³.

Donald Trump semble avoir de longue date des opinions isolationnistes et protectionnistes⁴. Les objectifs de cette politique ne sont pas

1. Il convient de rappeler que la présidence Biden n'avait que partiellement rompu avec la philosophie protectionniste introduite par la première administration Trump, comme en témoigne le vaste programme de subventions à l'industrie dans l'*Inflation Reduction Act* ou les restrictions aux exportations de semi-conducteurs à destination de la Chine.

2. Cependant, les produits qui entrent dans le cadre de l'accord de libre échange USMCA entre les trois pays sont exemptés de droits de douane. Ces produits recouvrent 50 % des exportations mexicaines et 38 % des exportations canadiennes.

3. Voir : <https://www.cnn.com/2025/04/03/5-bizarre-locations-hit-by-tariffs-including-an-uninhabited-island.html>.

4. Voir : <https://www.politico.com/magazine/story/2016/02/donald-trump-first-campaign-speech-new-hampshire-1987-213595/>.

pour autant parfaitement clairs. Les motivations affichées sont nombreuses et contradictoires. Les droits de douane pourraient ainsi être une source de revenus supplémentaires pour l'État fédéral. Sans en faire une proposition explicite, il a durant sa campagne proposé de remplacer l'impôt fédéral sur le revenu par des tarifs douaniers⁵. Dans l'esprit de l'administration Trump, cette taxe serait supportée par les pays étrangers et non les consommateurs et les entreprises américaines. Cette idée, développée par l'un des principaux conseillers économiques de Donald Trump, Stephen Miran (voir Miran, 2024), n'est pas absurde. Les États-Unis sont une « grande » économie et les tarifs douaniers peuvent être un moyen pour eux d'améliorer leurs termes de l'échange. La littérature estime ainsi que le tarif douanier optimal des États-Unis se situe entre 15 et 20 % (voir Costinot et Rodríguez-Clare, 2014, par exemple)⁶. Un deuxième objectif affiché est la réduction du déficit commercial américain, d'où des droits de douane plus élevés pour les pays bénéficiant d'un fort excédent bilatéral avec les États-Unis. En donnant un avantage compétitif aux entreprises américaines sur leur marché domestique, le protectionnisme réduirait les importations et permettrait une réindustrialisation. Enfin, les tarifs douaniers semblent être vus comme un instrument de négociation pour obtenir des concessions, y compris sur d'autres sujets comme l'immigration clandestine, la lutte contre le trafic de drogue, etc. Miran (2024) suggère que la Maison-Blanche pourrait rechercher un accord global avec les principaux partenaires commerciaux, dans lequel l'administration américaine renoncerait aux tarifs douaniers en échange de l'engagement des autres pays à prendre des mesures pour réduire le déficit commercial américain. Ce fut le sens de l'accord commercial sino-américain signé à la fin de la première présidence Trump⁷ ou des accords du Plaza de 1985⁸. Donald Trump n'a cependant pas été très explicite sur les concessions qu'il attendait des autres pays. L'idée défendue par Miran (2024) est un accord type Plaza sur les taux de change. Les pays ayant de fortes réserves de dollars en vendraient une partie pour déprécier la monnaie américaine. Un tel

5. Voir : <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2024/can-trump-replace-income-taxes-tariffs>.

6. Il faut cependant noter que la littérature empirique sur l'incidence finale des droits de douane est disputée. Ainsi Cavallo *et al.* (2021) estiment que ce sont essentiellement les ménages et les entreprises américaines qui ont supporté les droits de douane sur les produits chinois durant la « première » guerre commerciale, et ce malgré l'appréciation du dollar. Le fait que la très large majorité des importations américaines soit « pricée » en dollars joue un rôle important.

7. Voir : <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/wp21-2.pdf>.

8. Voir : https://en.wikipedia.org/wiki/Plaza_Accord.

compromis (pas de droits de douane et un dollar faible) pourrait se révéler satisfaisant au regard des objectifs de réduction du déficit commercial et de réindustrialisation. Il ne permettrait cependant pas d'augmenter les revenus de l'État fédéral et surtout, se traduirait par une dégradation des termes de l'échange pour les États-Unis, une perspective qui ne semble pas aujourd'hui faire consensus au sein de l'administration américaine.

À cette incertitude sur la politique américaine s'ajoute l'incertitude sur les mesures de rétorsions. À ce stade, il est difficile de voir précisément quelles seront les réponses des autres pays. Certains ont d'ores et déjà affirmé qu'ils souhaitaient négocier tandis que d'autres comme la Chine ou l'Union européenne, s'apprêtent à prendre des mesures de représailles. La multiplicité des annonces et des objectifs complique la construction d'un scénario. Avant les annonces du 2 avril, nous avions retenu une hypothèse conservatrice dans laquelle les différentes hausses de tarifs équivalaient à une hausse de 10 % des droits de douane sur l'ensemble des produits importés aux États-Unis quelle qu'en soit la provenance, sans mesures de rétorsion des autres pays. Les annonces du *Liberation Day*, intervenues au moment du bouclage de notre prévision, et les premières ripostes qui ont suivi, suggèrent que ce scénario était trop optimiste. Nous n'avons pas pu les intégrer dans nos comptes de manière détaillée. La synthèse internationale précise cependant leur impact potentiel sur l'activité en Europe et aux États-Unis. Des négociations pourraient également amener Donald Trump à réduire les tarifs mis en place jusque-là.

12.2. Un impact économique limité sous nos hypothèses

La baisse progressive des tarifs douaniers dans le cadre des accords du GATT puis de l'OMC a été l'un des faits majeurs de la deuxième partie du ^{xx}e siècle. Elle a largement contribué au processus de mondialisation. Le dernier épisode de hausse généralisée des tarifs douaniers remonte aux années 1930, avec en particulier le *Hawley-Smoot Act* aux États-Unis dont le rôle dans l'aggravation de la grande dépression demeure un point de controverse. Il y a donc peu d'éléments empiriques pour évaluer l'impact d'une hausse massive des tarifs douaniers. Des modèles structurels du commerce international peuvent cependant apporter des éléments de réponse. Une hausse des tarifs douaniers représente une taxe distorsive qui empêche des échanges internationaux mutuellement avantageux, induisant des pertes permanentes sur le produit intérieur brut pour l'ensemble des

économies. À plus court terme, le choc protectionniste est d'abord, toutes choses égales par ailleurs, un choc de politique budgétaire négatif caractérisé principalement par une hausse des taxes sur la consommation, avec un multiplicateur potentiellement élevé car l'effet inflationniste peut conduire la banque centrale à ne pas réduire son taux d'intérêt en réponse à la contraction budgétaire. Il implique ensuite un coûteux processus de réallocation des ressources. Ce coût dépend des rigidités réelles et nominales présentes dans les économies, qui limitent la vitesse à laquelle le processus de réallocation peut s'effectuer, et en amplifient les effets négatifs sur l'activité. Les prédictions des modèles structurels dépendent, d'une part, de la finesse de la représentation du commerce international et, d'autre part, des hypothèses sur les effets de substitution d'une part (pour les pertes permanentes) et des hypothèses faites sur les rigidités réelles et nominales et sur les réponses des politiques budgétaires et monétaires au choc de droits de douane (pour les pertes temporaires dues au processus de réallocation).

Une première classe de modèles étudie la question des pertes permanentes. Un certain nombre sont purement statiques. Costinot et Rodríguez-Clare (2014) étudient les effets des droits de douane dans plusieurs modèles récents de ce type. L'impact est le plus fort quand les entreprises se caractérisent par une productivité hétérogène et en présence de consommations intermédiaires. Ainsi des tarifs douaniers généralisés de 40 % induiraient une perte de bien-être de 7 %. Des tarifs limités aux seules relations bilatérales avec les États-Unis auraient toutefois des effets beaucoup plus restreints. D'autres modèles sont dynamiques, comme le modèle MIRAGE du CEPII (voir Decreux et Valin, 2007). Celui-ci intègre de nombreux éléments des théories modernes du commerce international (concurrence imparfaite, coûts fixes, etc.). En l'utilisant, Bouët, Sall et Zheng (2024) anticipent notamment qu'une hausse des tarifs douaniers américains de 10 % sur l'ensemble des produits et de 60 % sur les produits en provenance de Chine réduit le PIB mondial de 0,5 % sur le long terme avec des effets particulièrement forts aux États-Unis (-1,3 %) et en Chine (-1,3 %). De nombreux autres scénarios sont simulés dans l'étude spéciale.

Une deuxième classe de modèles permet à la fois d'étudier les pertes permanentes et les pertes temporaires, au prix d'une analyse moins fine des premières. Le modèle G-cubed, développé dans McKibbin et Wilcoxon (2013), a été mobilisé par le Peterson Institute pour analyser les effets de la guerre commerciale (voir McKibbin,

Hogan et Noland, 2024 ; et McKibbin et Noland, 2025). Il intègre des rigidités nominales sur les salaires, et donc du chômage, des règles de politique monétaire et des taux de change endogènes. Les résultats du modèle sur l'activité sont résumés dans les tableaux 12.1, 12.2, et 12.3. Une hausse uniforme de 10 % des tarifs douaniers américains sans mesures de représailles aurait un impact limité en 2025 et 2026, y compris pour le Canada et le Mexique. Les effets seraient plus forts si des représailles symétriques sont mises en œuvre. Par rapport à une situation sans droits de douane, le PIB américain serait plus faible de 0,9 point de pourcentage en 2026. Un tarif de 25 % sur les produits européens aurait également des répercussions limitées sur les pays concernés (voir tableau 12.3) avec un effet négatif maximal de 0,4 point de pourcentage sur le PIB allemand en 2026, en cas de représailles symétriques. L'incidence sur le PIB français serait même positive en 2025 en raison d'une baisse marquée de l'euro par rapport au dollar, un résultat qui nous semble peu plausible. Les résultats de ce modèle sont pour notre prévision un élément de guidage. Les effets retenus *in fine* sur tel pays peuvent intégrer d'autres considérations. Il convient de souligner plusieurs limites de ce modèle qui peuvent conduire à sous-estimer l'impact économique de la guerre commerciale. Les importations en biens représentant 12 % du PIB américain, un droit de douane de 10 % représente au premier ordre une contraction budgétaire de 1,2 point de PIB. Le multiplicateur implicite de cette contraction est donc plus faible que ceux retenus habituellement. Plusieurs hypothèses du modèle peuvent expliquer un tel résultat. Les rigidités nominales sont relativement limitées, seuls les salaires étant rigides à court terme tandis que les prix sont parfaitement flexibles. Les hypothèses concernant la substituabilité, entre consommation présente et future, et entre biens importés et biens domestiques peuvent également être trop optimistes.

Tableau 12.1. Impact d'une hausse uniforme de 10 pt de pourcentage des tarifs douaniers sur les produits entrant aux États-Unis selon le modèle G-cubed

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9
Allemagne	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Canada	-0,1	-0,3	0,0	-0,1
Chine	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6
Mexique	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5

McKibbin, Hogan et Noland (2024).

En 2026, le PIB des États-Unis serait inférieur de 0,4 % à ce qu'il serait dans l'hypothèse où les droits de douane resteraient inchangés.

12.3. Des risques majeurs

La sous-estimation des rigidités existantes dans le processus de réallocation est l'un des premiers facteurs. Cependant, si la hausse des tarifs douaniers restait au niveau que nous anticipons dans notre scénario, la réallocation à effectuer demeurerait limitée. Les hausses annoncées le 2 avril, des mesures de rétorsion beaucoup plus larges contre les produits américains, pourraient avoir un effet récessif plus important. Les effets de bord constituent un deuxième niveau de risque. Privés du débouché américain, certains pays, notamment la Chine, pourraient mettre en place des politiques de prix plus agressives, tandis que des pays très dépendants des exportations vers les États-Unis, comme le Canada ou le Mexique, verraient leur monnaie se déprécier fortement. Cela constitue un risque additionnel non négligeable pour la croissance des pays européens. Les gouvernements européens pourraient alors être tentés de mettre en place leurs propres droits de douane pour limiter l'impact sur leurs économies. Une guerre commerciale généralisée et un nouvel épisode de « démondialisation » constitueraient alors un troisième niveau de risque. Un autre scénario, plus positif, doit cependant être évoqué, celui dans lequel la guerre commerciale américaine conduit les pays à forts excédents commerciaux à relancer leur marché domestique par des politiques budgétaires et monétaires plus expansionnistes. Le plan de relance du nouveau gouvernement allemand, ainsi que certains signaux faibles en provenance de Chine, peuvent appuyer dans une certaine mesure un tel scénario.

Tableau 12.2. Impact d'une hausse de 60 pt des tarifs douaniers sur les produits chinois entrant aux États-Unis

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	0,0	-0,1	-0,1	-0,4
Allemagne	0,0	0,1	0,0	0,1
Chine	-0,9	-0,9	-0,8	-1,2

McKibbin, Hogan et Noland (2024).

Tableau 12.3. Impact d'une hausse de 25 pt des tarifs douaniers sur les produits de l'UE entrant aux États-Unis

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Allemagne	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4
Italie	0,1	-0,1	0,1	-0,2
France	0,0	-0,1	0,0	-0,2

McKibbin et Noland (2025).